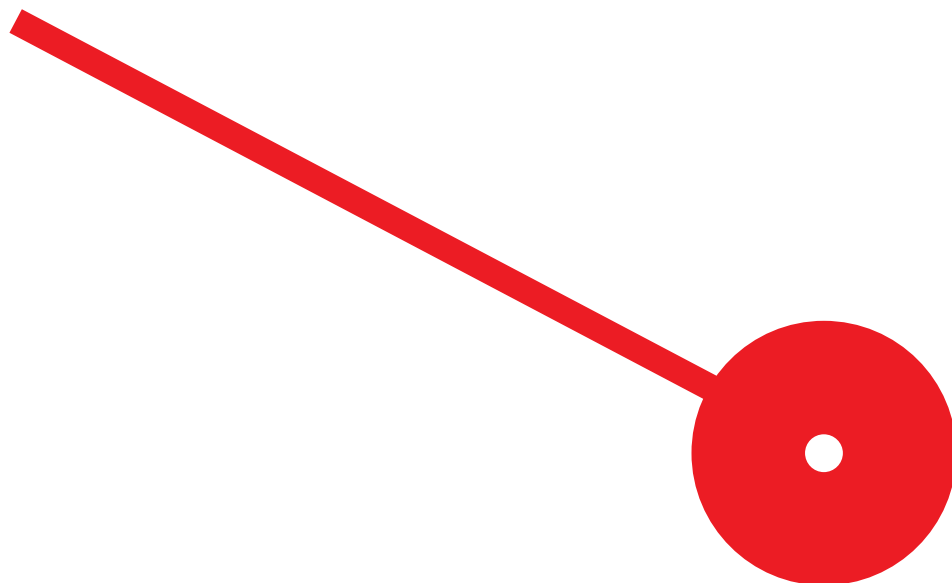


# Processos de fusão e aquisição em Portugal: Estudo do caso da aquisição da empresa Obelisco S.A. pela holding Desafios SGPS, S.A.

Pedro José Carvalho Martins Gomes

10/2021



Pedro José Carvalho Martins Gomes. Processos de  
fusão e aquisição em Portugal: Estudo do caso da  
aquisição da empresa Obelisco S.A. pela holding  
Desafios SGPS, S.A.  
10/2021

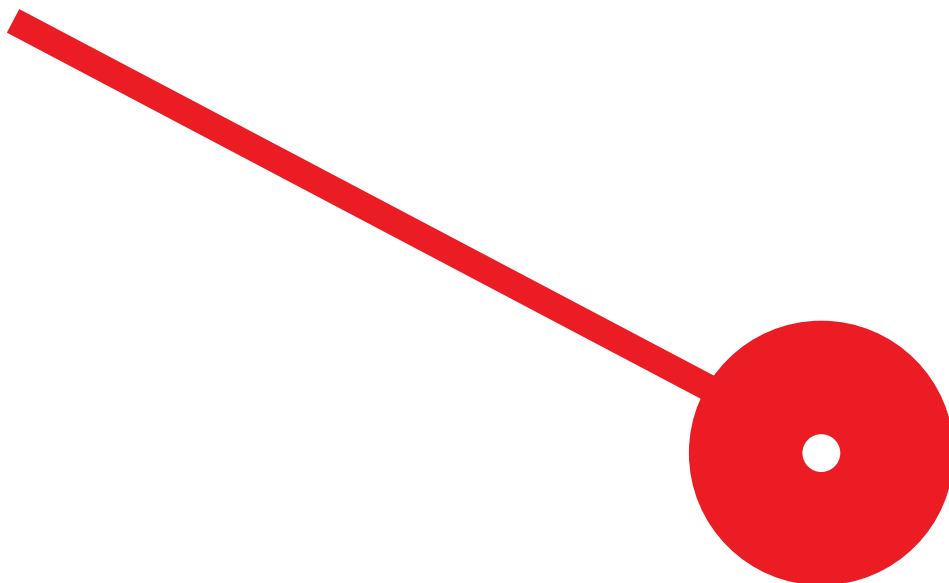


# Processos de fusão e aquisição em Portugal: Estudo do caso da aquisição da empresa Obelisco S.A. pela holding Desafios SGPS, S.A.

Pedro José Carvalho Martins Gomes

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de  
Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de  
Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação do Prof. Doutor  
Ricardo Bahia Machado

Pedro José Carvalho Martins Gomes. Processos de  
fusão e aquisição em Portugal: Estudo do caso da  
aquisição da empresa Obelisco S.A. pela holding  
Desafios SGPS, S.A.  
10/2021



## **Agradecimentos**

Ao Professor Doutor Ricardo Bahia Machado que gentilmente aceitou orientar-me nesta etapa. Obrigado pelo espírito crítico, pela paciência e pela disponibilidade ao longo da realização deste trabalho.

À minha entidade patronal pela disponibilidade em esclarecer todas as questões necessárias, bem como permissão para a utilização de algum tempo em prol da dissertação.

Por último e não menos importante, à minha família e amigos que sempre estiveram presentes com apoio e motivação.

## **Resumo:**

O atual panorama empresarial mundial, caracterizado pela globalização e pela era digital fazem com que as fusões e aquisições assumam um papel cada vez mais relevante como medida estratégica de expansão, inovação e diversificação de portfólio com vista a obtenção de sinergias e consequentemente a criação de valor para os acionistas.

A presente dissertação tem como objetivo estudar o impacto económico-financeiro na empresa Obelisco S.A. em virtude da sua aquisição pela *holding* Desafios SGPS, S.A..

Para a realização deste estudo, foram elaboradas projeções com base nos relatórios e contas da empresa Obelisco S.A e da *holding* Desafios SGPS S.A onde se estimou o *Enterprise Value* a partir das metodologias *Discounted Cash Flows*, seguido de *Economic Value Added/ Market Value Added*, *Cash-Flow Return on Investment* e Múltiplos de mercado.

Os resultados demonstraram, de acordo com a literatura existente que a metodologia dos *Discounted Cash Flow* não pode ser aplicada a todas as empresas, e este é um desses casos, todavia é possível concluir que houve criação de valor para os seus acionistas.

**Palavras-chave:** Sinergias, fusões e aquisições, *Discounted Cash Flow*, criação de valor, avaliação empresarial.

**Abstract:**

The actual business global scenario is characterized by globalization and the digital era, that make mergers and acquisitions playing an increasingly important role as a strategic measure of expansion, innovation, and portfolio diversification in order to achieve synergies and consequently creating value for shareholders.

The current dissertation aims to study the economic and financial impact on the company Obelisco S.A. due to its acquisition by the holding Desafios SGPS, S.A..

In order to conduct this study, projections were prepared based on the reports and accounts of the company Obelisco S.A. and the holding company Desafios SGPS S.A. where Enterprise Value was estimated using the Discounted Cash Flows methodologies, followed by Economic Value Added/ Market Value Added, Cash-Flow Return on Investment and Market Multiples.

The results showed, according to the existing literature that the Discounted Cash Flow methodology cannot be applied to all companies, and this is one of those cases, however it is possible to conclude that there was value creation for its shareholders.

**Keywords:** Synergies, Mergers and acquisitions, Discounted Cash Flow, Value Creation, Business Valuation.

## Índice geral

<b>Capítulo I – Introdução.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II – Revisão de literatura .....</b>	<b>3</b>
2.1 Motivações para fusões e aquisições .....	5
2.2 Tipos de Fusões e Aquisições.....	8
2.3 Métodos de Avaliação Empresarial.....	10
2.3.1 Estudos Empíricos .....	19
<b>Capítulo III – Estudo de caso .....</b>	<b>22</b>
3.1 Caracterização entidades envolvidas .....	23
<b>Capítulo IV – Metodologia, Resultados e Discussão .....</b>	<b>25</b>
4.1 <i>Discounted Cash Flows</i> .....	27
4.2 Métricas de criação de valor .....	32
4.3 Múltiplos de mercado .....	35
4.4 Outros indicadores .....	37
<b>Capítulo V – Conclusão.....</b>	<b>41</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>44</b>

## Índice de Tabelas

Tabela 1- Enterprise Value – Desafios SGPS S.A. ....	27
Tabela 2- Enterprise Value – Obelisco S.A. projetada.....	29
Tabela 3- Enterprise Value – Obelisco S.A c/ histórico.....	30
Tabela 4- EVA/ MVA – Obelisco projetada .....	32
Tabela 5- EVA/ MVA- Obelisco - Histórico .....	33
Tabela 6- CFROI –Obelisco projetada .....	34
Tabela 7- CFROI –Obelisco - Histórico.....	34
Tabela 8- EV/ Vendas e EV/ EBITDA - Obelisco S.A projetada .....	35
Tabela 9- EV/Vendas e EV/EBITDA - Obelisco Histórico .....	35
Tabela 10 - EV/Vendas e EV/EBITDA concorrentes Obelisco S.A.....	36
Tabela 11- Comparação concorrência vs Obelisco S.A. para EV/Vendas e EV/EBITDA .....	36
Tabela 12 - Enterprise Value intrínseco .....	37
Tabela 13- ROA - Obelisco S.A. projetada .....	37
Tabela 14- ROA – Obelisco S.A - Histórico .....	38
Tabela 15- ROE - Obelisco S.A. projetada .....	38
Tabela 16- ROE - Obelisco S.A. - Histórico .....	39
Tabela 17-Autonomia Financeira- Obelisco S.A. projetada.....	39
Tabela 18-Autonomia Financeira- Obelisco S.A. Histórico.....	40

## Lista de abreviaturas

CFROI - *Cash Flow Return on Investment*

EBIT - Resultado operacional (*Earnings Before Interest and Taxes*)

EBITDA - Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos, (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*)

EP – Lucro económico (*Economic profit*)

EPS - Resultado líquido por ação (*Earnings Per Share*)

EVA - Valor económico acrescentado (*Economic value added*)

MVA - Valor acrescentado de Mercado (*Market value added*)

NOPAT - Resultado operacional depois de impostos (*Net Operating Profit After Taxes*)

PEG - *Price Earnings to Growth ratio*

PER - *Price to Earnings Ratio*

ROA - Rentabilidade operacional do ativo (*Return on Assets*)

ROE - Rentabilidade operacional do capital próprio (*Return on Equity*)

ROIC - Rentabilidade operacional dos capitais investidos (*Return on Invested Capital*)

WACC - Custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital*)



## **CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO**

---

As fusões e aquisições são uma das formas de reestruturação mais utilizadas desde a revolução industrial. São entendidas como estratégias para fazer face aos crescentes desafios dos negócios, entre eles o facto de as empresas serem cada vez mais competitivas, da necessidade de se diferenciarem da concorrência e onde é cada vez mais simples chegar ao consumidor independentemente do local onde este se encontra, mas também da necessidade cada vez mais elevada de redução de custos e maximização de resultados.

Em Portugal, de acordo com o relatório *Portugal Trend Report 2020* da MergerMarket com dados até novembro de 2020, e tendo em consideração que este foi o ano da pandemia COVID-19, que por consequência fez com que as empresas repensassem as suas estratégias de investimento, assistiu-se ao número mais baixo de transações desde 2016, 60 negócios no total, mas que ascenderam a 8,8 mil milhões de euros, valor três vezes superior ao período homólogo e valor mais elevado desde 2014. Na Europa foram transacionados 140 mil milhões de euros com 1200 negócios o que demonstra a importância e aplicação desta estratégia de crescimento externo no mercado empresarial mundial.

O presente trabalho tem como objetivo estudar o impacto económico-financeiro da aquisição da empresa Obelisco, S.A. pela *holding* Desafios SGPS, S.A. usando para o efeito os métodos mais relevantes para a avaliação empresarial. Pretende-se, sobretudo, analisar se se concretizaram sinergias com este processo no período pós-fusão usando para o efeito as demonstrações financeiras no período pré-fusão.

O estudo encontra-se dividido em cinco capítulos, o primeiro expõe a presente introdução, o segundo capítulo dedica-se à revisão de literatura onde serão abordadas as motivações para as fusões e aquisições, os tipos de fusões e aquisições e os métodos de avaliação mais usados para a aferição do grau de sucesso do processo. No terceiro capítulo será abordado o estudo de caso onde será efetuado um enquadramento das partes envolvidas no processo de aquisição empresarial. No quarto capítulo, será aplicada a metodologia e discutido os resultados obtidos com *Discounted Cash Flows*, avaliação por múltiplos e métricas de criação de valor com base nos relatórios e contas das partes envolvidas obtidos internamente. No quinto e último capítulo constarão as principais conclusões, e serão mencionadas as principais limitações.

## **CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA**

---

As fusões e aquisições são das opções estratégicas as que mais suscitam interesse dos gestores e sócios/acionistas de empresas, pelo facto de por vezes não ser possível crescer mais internamente ou no setor onde se encontra inserida a empresa. Estas constituem um fenómeno crescente baseado no aspeto de que por vezes é a única forma que permite à empresa chegar a novos mercados e a novos produtos (Matos & Rodrigues, 2000).

Uma fusão em sentido genérico ocorre quando pelo menos duas empresas se juntam de forma voluntária originando uma nova, mas também quando uma empresa é absorvida por outra originando sinergias potenciadas pelo aumento da capacidade de fazer face à concorrência, e/ou apresentar mais-valias para o mercado permitindo o seu crescimento e desenvolvimento. A aquisição é retratada, genericamente, como uma decisão estratégica de adquirir parte ou a totalidade do capital social de outra empresa em numerário, ações ou outros títulos mobiliários (Gaughan, 2010). Segundo Ferreira (2002), a característica mais importante nas aquisições é a possibilidade com que facilmente as empresas conseguem alargar a sua oferta a novos mercados, clientes e segmentos, bem como introduzir melhorias ao nível dos produtos, das plataformas operacionais, tecnológicas e até administrativas. Kumar (2009) retrata as fusões e aquisições através de duas linhas de pensamento estratégico, a primeira como teoria da maximização de valor, onde as fusões e aquisições são vistas como atividades de valorização e os gestores trabalham para a maximização da riqueza dos acionistas. Na segunda, e de forma inversa, é mencionada a teoria do comportamento dos gestores (teoria da agência), onde é referido o papel central destes com o propósito de aumentar a sua riqueza e prestígio tendo em conta a vantagem de conhecerem melhor a empresa e de possuírem informação privilegiada, ao contrário dos acionistas devido a problemas de assimetria de informação.

É possível ainda distinguir as aquisições de empresas no que respeita à forma como é apresentada a proposta de aquisição, ou seja, amigável quando a proposta é feita diretamente à administração da empresa alvo, ou quando esta é endereçada diretamente aos acionistas sem consulta prévia da administração sendo designada por aquisição hostil (Kishore, 2009). A OPA (Oferta Pública de Aquisição) é típica deste tipo de aquisições não voluntárias, e a equipa de gestão da empresa alvo pode aconselhar os seus acionistas a aceitar a oferta ou, pelos meios que dispõem a resistir. Os processos de fusão e aquisição têm tendência para acontecer maioritariamente em mercados sobrelotados de empresas, com excesso de capacidade produtiva onde vai originar a diminuição da concorrência,

aumentar a eficiência, a rentabilidade e, de forma expectável, a diminuição de custos de estrutura (Matos & Rodrigues, 2000).

## **2.1 Motivações para fusões e aquisições**

Na literatura são identificados vários motivos subjacentes aos processos de fusão e aquisição empresarial. Por exemplo, Cox (2006), Kummer e Steger (2007) e Matos e Rodrigues (2000) referem a necessidade de crescimento e a diminuição de concorrência, que poderá, por vezes, conduzir a situações de monopólio. Kummer e Steger (2007) e Brealey, Myers e Allen (2007) mencionam a consolidação da posição da empresa no mercado face à concorrência, nos casos em que a concorrência tem maior quota de mercado ou apresenta melhores condições, os acionistas tendem a ver as fusões e aquisições como uma forma de conseguirem alcançar mais fácil e rapidamente uma posição superior no mercado. Brealey et al. (2007) e DePamphilis (2019) referem ainda, como motivos subjacentes a estes processos, a aquisição de empresas com valor inferior ao valor de mercado e o possível custo superior na criação de empresas ou unidades de negócios de raiz com iguais características, aliciados pelas oportunidades de crescimento a curto prazo. Este efeito geralmente ocorre em períodos com elevadas taxas de crescimento económico, com baixas taxas de juro ou, ainda, em períodos em que o mercado de capitais se encontra em expansão, *bull market*. Os mesmos autores apontam, ainda, mais fatores que conduzem as empresas a tomar parte ativa no mercado pelo controlo empresarial, por exemplo, mais ou melhor acesso a tecnologia, já que, por vezes, não é possível obter ou adotar a tecnologia mais eficiente de forma interna, então a fusão possibilitará colmatar esta lacuna através de empresas que já incorporam estes recursos; o aumento da eficiência através de economias de escala com a redução de custos com matéria-prima, transporte e até a diminuição do tempo de resposta ao cliente são também motivações que dão origem a fusões e aquisições com fornecedores ou concorrentes potenciando o produto final ou a satisfação nos pós-venda; a diversificação geográfica, entrar em novos mercados é mais simples se for por um nome já conhecido do público, desta forma opta-se por fundir, adquirir ou constituir uma *joint-venture* com parceiros estratégicos; e, por fim, os autores consideram ainda os recursos humanos e financeiros, quando empresas pequenas não têm possibilidades para aumentar a capacidade produtiva,

o serem adquiridas permitir-lhes-á obter ou incorporar estes recursos potenciando o aumento de capacidade.

DePamphilis (2019) acrescenta ainda como principais motivos, o aumento do tamanho da empresa para potenciar o valor a pagar aos gestores, os benefícios fiscais e avaliações incorretas. Com o aumento do tamanho para pagamento de valores à equipa de gestão este pretende referir-se aos conflitos de agência, esta situação deve-se ao facto de se considerar que as aquisições e fusões podem servir para o aumento do prestígio dos gestores com o incremento do volume de negócios por si geridos e, consequentemente a recompensa monetária auferida. Os benefícios fiscais são, também, entendidos como motivadores de processos de fusão e aquisição, pois, por vezes, a simples alteração da localização da sede da empresa pode gerar elevadas poupanças fruto dos benefícios dados pelos países ou entidades locais para a implementação e fixação das empresas. De igual forma, uma empresa que esteja a adquirir outra com prejuízos acumulados ou créditos fiscais poderá usufruir dos mesmos para compensar possíveis lucros futuros que advêm da combinação das empresas. Já no que concerne a avaliações incorretas, DePamphilis (2019) refere que estas podem advir de informações incompletas ou menos fiáveis. A incorreta avaliação contribui para um mercado ineficiente, ou seja, em caso de disputa entre mais que um comprador, o vencedor pode não ser o que teria maior potencial de sinergia e o preço de aquisição poderá exceder o valor intrínseco da empresa adquirida. Os adquirentes nestas situações tendencialmente pagam em excesso, e uma incorreta análise faz com que o potencial sinérgico seja inferior ao esperado aumentando o período necessário para a recuperação do investimento.

Existem inúmeros estudos de caso que reiteram a importância dos processos de fusão e aquisição empresarial e cujos motivos foram anteriormente elencados, desta forma, em seguida será feita uma breve análise sobre alguns destes e na conclusão do presente estudo elaborar-se-á uma comparação com o intuito de perceber se é utilizado a mesma linha de tendência relativamente a metodologia e resultados.

Silva (2019) na análise sobre os efeitos das aquisições empresariais no mercado ibérico, tinha como objetivo principal investigar se as aquisições transfronteiriças influenciavam os níveis de rentabilidade, liquidez e alavancagem. Para esta análise, o autor debruçou-se sobre o indicador ROA (*Return on Assets*), rácio de liquidez geral e rácio de cobertura de juros, para um período temporal de seis anos: três anos antes e três anos após a aquisição. Os determinantes apontados foram as sinergias com o aumento de competências,

capacidade produtiva e quota de mercado. O autor, com as limitações relatadas no seu estudo, concluiu que as empresas que tinham bons resultados nos indicadores analisados no período pré-aquisição mantinham a mesma performance no período pós-aquisição, com especial relevância nas aquisições de média e grande dimensão.

Calegario, Carvalho e Santos (2018) procuram investigar quais as características determinantes das operações de fusões e aquisições na indústria manufatureira do Brasil na ótica das empresas adquirentes. Para esta investigação foi utilizado uma amostra de 86 empresas no período de 2001 a 2011 com recurso ao modelo de regressão logística. As hipóteses analisadas foram a eficiência operacional, a estrutura de capital, a liquidez, a rentabilidade do ativo, a rentabilidade do capital próprio e a dimensão da empresa. Os autores concluíram que, e especificamente para a área investigada, existem quatro características determinantes para a ocorrência de processos de fusões e aquisições que são a eficiência operacional, a rentabilidade do ativo, a rentabilidade do capital próprio e a dimensão de empresa. A liquidez da empresa não se revelou como determinante, a hipótese estrutura de capital, detém a proxy composição do endividamento como a única estatisticamente significativa, mas sem influência nos processos de fusão e aquisição devido ao coeficiente negativo obtido. Este dado levou os autores a salientarem o contraste com o referido por Adelaja, Nayga & Farooq (1999) quando mencionado que as empresas com percentual de capital próprio inferior aos financiamentos obtidos, podem ser caracterizadas como possíveis adquirentes, levando desta maneira a considerar que embora com relevância, a estrutura de capital não se trata de determinante para a ocorrência de processos de fusões e aquisições.

Assunção (2016) analisou a reestruturação do grupo Dacher após aquisição da empresa espanhola Graveleau que detinha filiais em Portugal. Com o intuito de obter o valor da filial portuguesa utilizou, para o efeito, a metodologia dos *Discounted Cash Flows* com base nos dados históricos do período 2009 a 2013. Apontou como principais motivos para a reestruturação a eliminação da concorrência, aumento da quota de mercado, dimensão da empresa e motivos financeiros.

Pinto (2016) no seu estudo sobre o processo de fusão Zon-Optimus, sem recurso a análise de modelos económicos, refere que a metodologia utilizada é qualitativa, que é um projeto por incorporação e que os determinantes encontrados foram a complementaridade de serviços junto do consumidor, sinergias e economias de escala, o tornar as duas empresas num grupo sólido com dimensão relevante no mercado, e ainda a

internacionalização. O autor concluiu que o processo gerou sinergias, desde logo com a redução de custos com trabalhadores, mas também com o aumento do volume de negócios e a valorização da cotação em bolsa superior aos seus concorrentes à data em que a fusão foi considerada como concluída.

## **2.2 Tipos de Fusões e Aquisições**

As fusões e aquisições podem ser classificadas com base em três tipos, sendo eles a concentração horizontal, a integração vertical e a fusão conglomerado, onde, nesta última se poderão, ainda, distinguir as denominadas fusões concêntricas.

Na concentração horizontal as empresas exercem a mesma atividade, resultando daí uma combinação e sobreposição dos meios existentes como por exemplo, a capacidade de investigação e desenvolvimento, capacidade produtiva, capacidade de vendas e distribuição e ainda a relação com o mercado (clientes e fornecedores, marcas e patentes, capacidades logísticas). Esta sobreposição vai permitir a redução do número de empresas no setor de atividade levando a um potencial ganho de quota de mercado, podendo, inclusivamente, dar origem a uma excessiva concentração de poder, configurando-a como uma prática de abuso de posição dominante, contrariando os princípios da concorrência, originando, em consequência, a intervenção das entidades reguladoras competentes (Kishore, 2009; Matos & Rodrigues, 2000).

Num processo de integração vertical verifica-se uma combinação de duas ou mais empresas que se inserem na mesma indústria, mas que produzem produtos ou prestam serviços diferentes ao longo da sua cadeia de valor, permitindo que, em termos estratégicos, as empresas combinadas possam desenvolver a sua atividade adquirindo um maior controlo sobre a sua cadeia de abastecimento. Em termos mais simples, uma fusão ou aquisição de integração vertical ocorre entre duas ou mais empresas do mesmo negócio, mas em fases distintas da cadeia de valor (Brealey et al. 2007; Matos & Rodrigues, 2000). A empresa adquirente vai assim expandir-se para montante e/ou para jusante de forma a conseguir um maior controlo do processo de produção. Segundo Ferreira (2002), este tipo de ligação é caracterizado pelo facto de as empresas envolvidas na transação operarem na mesma indústria, embora em diferentes etapas de produção. As



motivações que levam a este tipo de fusão e aquisição são a obtenção de economias de ordem tecnológica permitindo a eliminação ou redução de custos com investigação e desenvolvimento, custos com novos equipamentos de produção, redução de custos marketing, coordenação de produção, melhoria nas cobranças com a centralização dos departamentos e ainda, o acesso assegurado aos mercados com melhores condições possibilitando a diminuição da probabilidade de falhas no mercado. A integração vertical permite ter um abastecimento e fornecimento assegurado, ou seja, a montante vai permitir reduzir as incertezas de abastecimento bem como a obtenção de matérias-primas a custos inferiores, enquanto a jusante absorve o seu distribuidor com a finalidade de controlar a distribuição dos seus produtos e igualmente a redução de custos. Esta é uma estratégia complexa, com elevados custos – de capital e operacionais – por este motivo deverão ser esgotadas as possibilidades de utilização de outras formas de integração antes de se iniciar o processo (por exemplo: *joint-ventures* ou mesmo, alianças estratégicas).

As fusões e aquisições em conglomerado, ao contrário das anteriores, envolvem empresas de diferentes negócios e normalmente estão relacionados com a intenção de entrar num novo mercado ou segmento de negócio, ou seja, diversificação. Para Maquieira e Vieito (2013) este tipo de fusões e aquisições diminui o foco das empresas da sua atividade principal, deixando de dar primazia ao crescimento orgânico/interno em detrimento do crescimento externo com a aquisição de empresas não relacionadas, acabando mesmo por poder ser alterada a sua estrutura societária para a de uma *holding*. O facto de serem aproveitadas oportunidades de mercado para investir em áreas distintas de onde originalmente está inserida, torna a empresa mais versátil e mais flexível diminuindo o risco, tornando o tipo conglomerado bastante atrativo como decisão estratégica. Empresas com excedentes financeiros ou inseridas em mercados com poucas perspetivas de crescimento encontram aqui uma forma de aumentar a sua rentabilidade. Ferreira (2002) divide este tipo de processo, em dois tipos, o conglomerado financeiro e o conglomerado de gestão ou estratégico. Por sua vez, Maquieira e Vieito (2013) referem que este modelo de concentração empresarial pode ter três tipos de operações, sendo elas a expansão de produtos, onde se estimula os produtos da empresa adquirida; expansão geográfica, onde a compradora se vai expandir para o território da adquirida; e, por fim, o puro conglomerado onde o objetivo é ampliar a diversificação dos setores onde a empresa opera. Dentro dos processos de integração em conglomerados existe o subtipo denominado por concêntrico, neste subtipo é criada uma nova empresa onde a área de

negócio está diretamente relacionada com os negócios que lhe deram origem. A criação de valor ocorre com o alargamento do portfólio de produtos e serviços prestados segundo as suas características, segmentos de mercado e canais de distribuição (Spanevello, et al., 2020).

Em suma, considerando o descrito pelos autores anteriormente referenciados, é de salientar que embora os tipos de fusões e aquisições sejam divergentes entre si, estes acabam por convergir na finalidade, ou seja, na necessidade de existência de sinergias e no facto de estas deverem permitir aumentar o valor da empresa e o aumento de competências, aproveitar as economias de escala, aumentar a eficiência operacional, aumento de capacidade de endividamento e, ainda, a redução de impostos decorrentes das vantagens fiscais.

### **2.3 Métodos de Avaliação Empresarial**

A avaliação empresarial é um tema que tem gerado uma vasta reflexão dos especialistas, sejam estes teóricos, ou técnicos que lidam diretamente com o tema com a finalidade de encontrar um valor que gere consenso entre as partes envolvidas, resultante da informação obtida na fase de prospeção e das *due diligencies* efetuadas. O negócio deve ser avaliado com base na informação adquirida e cálculos efetuados utilizando, entre outros fatores, o contexto económico, os resultados históricos, o *cash flow*, os lucros potenciais e crescimento futuro do mercado. Por outras palavras, os pressupostos para o estabelecimento de projeções financeiras que levam ao cálculo do valor intrínseco das empresas envolvidas (alvo e adquirente). Estas projeções vão permitir ainda, identificar fontes de criação e destruição de valor. Ferreira (2018) considera ainda imprescindível ter em consideração a estratégia idealizada, bem como o ciclo de vida em que a empresa se insere, pois, a análise será forçosamente diferente entre uma *startup* e uma empresa em fase de maturidade no seu ciclo de vida.

Os modelos tradicionais de avaliação de empresas segundo Ferreira (2018) e Reis (2014) podem ser reunidos em seis grupos. Em primeiro lugar, aqueles que se baseiam no valor contabilístico, através do balanço encontra-se o valor total do ativo pela soma do capital, das reservas e resultados retidos juntamente com as dívidas. Este método apresenta como

limitações o facto de os documentos contabilísticos serem elaborados considerando regras fiscais, bem como atendendo aos pressupostos e características qualitativas da informação financeira subjacentes ao referencial contabilístico que se afasta, muitas vezes, dos critérios de mercado. É considerado também dentro deste grupo o valor contabilístico ajustado, este consiste na contabilização da diferença entre os ativos e passivos da empresa ao seu justo valor. A principal desvantagem deste método é não considerar o possível crescimento da empresa ou o valor do dinheiro no tempo. Por último é considerado o valor substancial, para o cálculo deste valor os analistas estimam todos os bens que a empresa necessita para o seu normal funcionamento de modo a quantificar o valor que seria necessário investir para conseguir obter uma empresa com as mesmas condições da avaliada.

Num segundo grupo insere-se o método da inclusão do *goodwill*. O *goodwill* é um intangível, possui valor, mas é de difícil quantificação e não aparece no balanço a não ser na aquisição. Corresponde a benefícios económicos futuros resultantes de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos de acordo com a definição da Norma Contabilística de Relato Financeiro 14 (NCRF14). É considerado como exemplo, a reputação da empresa, a carteira de clientes, a fidelidade dos clientes e é obtido através da diferença entre o valor pago pela empresa e o valor dos ativos e passivos identificados. A principal desvantagem deste método encontra-se na determinação do seu valor pois não existe concordância generalizada entre analistas no método de cálculo (Reis, 2014).

Num terceiro grupo inclui-se o método dos múltiplos de mercado, também conhecido como o método de avaliação relativa, isto porque compara através de rácios o valor da empresa com similares existentes no mercado. Este é obtido pela média ou mediana dos múltiplos de empresas comparáveis e devido à sua simplicidade e reduzido número de pressupostos é frequentemente usado. Damodaran (2012) refere a sua simplicidade como uma desvantagem face a outros métodos, devido à possibilidade de uma utilização excessiva e/ou incorreto processo de seleção de empresas comparáveis levando a erros na determinação do valor. Pode igualmente fazer com que determinados pressupostos sejam selecionados em função de um objetivo desvirtuando a informação obtida. Para Ferreira (2018) o valor da empresa é obtido através de variáveis comuns que podem ser baseadas em resultados, vendas, *cash flows* e o valor contabilístico do capital próprio ou *book*

*value*<sup>1</sup>. O autor refere ainda que os múltiplos mais usados na avaliação são o PER (*Price to Earnings Ratio*), PEG (*Price Earnings to Growth*), Enterprise Value/vendas (EV/V) e múltiplo do EBITDA que mais adiante se detalham.

O cálculo do PER é efetuado tendo em conta a cotação ( $P$ ) da empresa a avaliar no momento e o resultado líquido por ação (EPS). Inicialmente deve ser calculada a média – ou a mediana de modo a evitar a distorção provocada pelos *outliers* – do PER das empresas comparáveis (ou *peer group*) seguido da multiplicação pelo resultado líquido por ação da empresa a avaliar. Este cálculo tem em consideração os resultados líquidos esperados, a taxa de rentabilidade esperada pelo investidor e o período de temporal expectável para a recuperação do investimento. O valor obtido deve ser analisado tendo em conta o ciclo de vida da empresa, pois é esperado que uma empresa jovem tenha um PER elevado enquanto que uma empresa em fim de vida um PER baixo. Assim, um PER elevado pode ser sinal de resultados potencialmente elevados no futuro e ainda indicativo de segurança pois uma empresa com baixo risco terá um PER superior a outra com maior risco.

$$PER = \frac{P_0}{EPS} \quad (1)$$

De referir ainda que é possível verificar se a empresa se encontra sub ou sobreavaliada através do *PER* de mercado onde é comparado o valor da ação no momento de avaliação ( $P_0$ ) e o valor intrínseco do capital próprio com base no ativo subjacente ( $V_0$ ).

Um múltiplo similar, o *PEG* é o rácio que permite através da comparação do *PER* com a *taxa de crescimento esperado para o EPS* detetar se as empresas têm as suas ações sub ou sobreavaliadas relativamente à média das comparadas. Um *PEG* baixo pode indicar que uma empresa está subvalorizada e desta forma cativar mais investidores pois o interesse destes é em empresas com elevado potencial crescimento.

$$PEG = \frac{PER}{\text{Crescimento Esperado EPS}} \quad (2)$$

O *Enterprise Value* é o valor teórico da empresa, obtido após aplicação de projeções financeiras, usado como referência para a aquisição da empresa alvo, este considera não

---

<sup>1</sup> *Book value* de uma empresa é a diferença entre o ativo total e o passivo total dessa empresa, onde o valor contabilístico reflete o valor total dos ativos de uma empresa que os acionistas receberiam se a empresa fosse liquidada.

só o valor de mercado do capital próprio, como o valor de mercado da dívida e ainda o valor de caixa e seus equivalentes. Ao contrário dos múltiplos baseados na capitalização bolsista, tal com o PER, o  $EV/V$  considera as vendas da empresa e a dívida líquida, facto que torna este indicador mais relevante pois no momento de aquisição o comprador terá de assumir este valor. As empresas com mais endividamento terão um  $EV/V$  superior às restantes, já empresas com  $EV/V$  mais baixo que restantes pode indicar uma possível subavaliação e desta forma tornam-se em investimentos mais apelativos.

$$EV/V = \frac{\text{Valor de mercado do Capital próprio + valor de mercado da dívida-caixa e equivalentes}}{\text{Volume de negócios}} \quad (3)$$

O múltiplo do *Enterprise Value to EBITDA* (comummente referido por múltiplo do EBITDA) relaciona o valor da empresa com os resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações. Para Damodaran (2012) este múltiplo tem ganhado cada vez mais importância pois o uso do *EBITDA* vai diminuir a dificuldade de encontrar empresas comparáveis devido aos diferentes critérios de depreciação e de amortização de ativos, e ainda porque permite comparar empresas com estruturas de capital diversas pelo facto de não considerar os custos incorridos com o endividamento.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valor de mercado do Capital próprio + valor de mercado da dívida-caixa}}{EBITDA} \quad (4)$$

Os múltiplos de mercado apresentam algumas limitações e inconvenientes na sua utilização, entre eles, o de necessitarem, para uma correta comparação, de um número significativo de empresas com características semelhantes, o processo de seleção poder ser alvo de distorções, uma vez que depende do juízo de valor do analista, e, por consequência, ser possível a manipulação de dados com vista a obter a amostra “ideal” adulterando os valores obtidos de acordo com o pretendido. É de realçar também, a possibilidade do analista ignorar o valor do dinheiro no tempo, ou ainda não ter em consideração o contexto económico que o setor atravessa, o que, consequentemente, fará com que as empresas sejam subavaliados ou sobreavaliados.

Num quarto grupo é considerado o método dos *Discounted Cash Flows* (DCF) ou fluxos de caixa descontados. Este é um dos métodos mais usados na avaliação empresarial, tem como princípio que o valor de um ativo equivale ao valor atualizado dos *cash flows* futuros gerados por este, e pode ser calculado considerando até três etapas diferentes

dependendo da estabilidade e da maturidade da empresa (Ferreira, 2018). Para isto, é considerado o *Free cash flow to the Firm* esperado, a taxa de crescimento dos *cash flows*, o horizonte temporal para a empresa alcançar a estabilidade e ainda o custo do capital.

$$Enterprise\ Value = \frac{FCFF_0 \times (1+g)}{r-g} \quad (5)$$

A Equação 5 representa o DCF de uma etapa, usado quando se considera que a empresa se encontra numa fase crescimento estável. O  $FCFF_0$  representa o *free cash flow to the firm* gerado no ano de cálculo, ano zero,  $g$  representa a taxa de crescimento da empresa considerada como perpétua,  $r$  o custo médio ponderado do capital (WACC, *weighted average cost of capital*).

O WACC representa o custo de oportunidade que os investidores enfrentam quando investem o seu capital num determinado ativo em detrimento de outros com o mesmo nível de risco, este equivale ao custo das fontes de financiamento ponderados pelo peso da estrutura financeira.

Para Steiger (2008) o método do DCF é uma técnica de avaliação baseada em previsões e devido a isso deve ser analisado tendo em conta apenas duas ou três etapas mediante a estabilidade de resultados da empresa, pois pequenas alterações nos pressupostos podem levar a grandes diferenças no seu valor.

No modelo de duas etapas, é adicionada a etapa de crescimento supranormal dos FCFF espelhando um ganho de rendimentos supranormais, onde a rentabilidade operacional do capital investido (ROIC) é superior ao custo médio ponderado do capital (WACC). Este crescimento, vai fazer com que as empresas alcancem uma dimensão que se refletirá na dificuldade em manter taxas de crescimento elevadas no longo prazo, acabando por alcançar a etapa de estabilização. A segunda etapa, é considerada a etapa de estabilização pois a vantagem competitiva que a empresa consegue obter durante o período inicial é limitado, tende a desvanecer-se não só pela entrada de novos concorrentes, como também pela adaptação da concorrência, nesse momento então o ROIC iguala o WACC, não se verificam rendimentos excessivos e os *cash flows* são descontados perpetuamente a uma taxa de crescimento constante habitualmente em linha com o crescimento da economia (Reis, 2014).

$$EV = \sum_{t=0}^n \left( \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} \right) + valor\ residual \times (1 + wacc)^{-n} \quad (7)$$

Onde,

$$Valor\ residual = \frac{FCF_{n+1}}{WACC-g} \quad (8)$$

A Equação 7 corresponde ao modelo DCF de duas etapas.

A Equação 8 apresenta o *valor residual* obtido através de uma taxa de crescimento constante de forma perpétua.

Já o modelo de três etapas considera as etapas retratadas anteriormente e ainda uma fase intermédia entre a etapa de crescimento onde são apurados rendimentos supranormais e a de estabilização, e é denominada por etapa de transição. Nesta etapa, assume-se que a empresa começa a perder competitividade, a ROIC continua a ser superior ao WACC mas a diferença é cada vez mais ténue e a taxa de crescimento é variável decrescente até se aproximar da taxa de crescimento da economia.

$$EV = \sum_{t=0}^{n_1} \left( \frac{FCFF_t \times (1+g_1)^t}{(1+wacc)^t} \right) + \sum_{t=n_1+1}^n \left( \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} \right) + \frac{FCFF_{n+1}}{(wacc-g_2) \times (1+wacc)^n} \quad (9)$$

$$Evolução\ Taxa\ crescimento = \frac{g1^a - g2^a}{n} \quad (10)$$

A Equação 9 representa o modelo de três etapas.

A Equação 10 exhibe a *Evolução da Taxa de Crescimento*,  $g1$  representa a taxa de crescimento inicial refletindo os ganhos supranormais e  $g2$  e taxa de crescimento final no momento de estabilidade.

Steiger (2008) através do seu estudo concluiu que a validade do método DCF depende da qualidade e validade dos dados usados. A avaliação com base neste método permite analisar os efeitos de diferentes cenários económicos e por isso revela-se de grande importância permitindo avaliar as competências para cumprimento das responsabilidades face a dívidas, credores e acionistas.

De salientar ainda que o reinvestimento interfere no valor da empresa, ou seja, o valor da empresa corresponde ao montante disponível após cobertas as necessidades de reinvestimento em ativos fixos e em necessidades líquidas de fundo de maneo.

$$\text{Reinvestimento} = \text{Capex} - \text{Depreciações} + \text{Variação das necessidades de fundo maneo} \quad (11)$$

Onde, *Capex* corresponde às despesas de capital em ativo fixo.

Os analistas consideram ainda, o acréscimo do investimento líquido e a variação das necessidades de fundo de maneo, expressando desta forma as necessidades de reinvestimento em relação ao resultado operacional ajustado obtendo-se assim a taxa de reinvestimento, calculada de acordo com a Equação 12, servindo para determinar o FCFF de acordo com a Equação 13.

$$\text{Taxa de Reinvestimento} = \frac{\text{Necessidades de reinvestimento}}{\text{EBIT} (1-t)} \quad (12)$$

$$\text{FCFF} = [(\text{EBIT} (1-t) \times (1 - \text{Taxa de reinvestimento}))] \quad (13)$$

Um quinto grupo de métodos de avaliação empresarial baseia-se na teoria das opções reais, tendo por base o pressuposto de que o valor dos ativos pode, em certas circunstâncias, ser superior ao valor descontado para o momento atual dos *cash flows* futuros devido à ocorrência de determinados eventos que poderão modificar o valor desses fluxos, tido por certos no modelo estático dos DCF (Damodaran, 2012). Uma opção é um direito, mas não o dever, para tomar determinada decisão considerando custos pré-determinados e um período temporal estabelecido.

As opções reais têm como objetivo atribuir valor às decisões estratégicas da equipa de gestão, considerando a flexibilidade que estes têm quanto à tomada decisão de investimento como adiar, expandir ou cancelar determinado investimento e o impacto destas decisões nos *cash flows* futuros. Neste sentido, tem em conta especificamente o momento zero de um investimento e o valor das opções associadas a cada tomada de



decisão sejam elas de avançar com investimento ou a sua interrupção. Para esta avaliação são usados diversos modelos, com destaque para o modelo binomial, também conhecido por Cox-Ross-Rubinstein, (Cox, Ross & Rubinstein, 1979) e para o modelo Black & Scholes (Black & Scholes, 1973) utilizados respetivamente para opções americanas e opções europeias (Ochoa, Betancur e Múnera, 2012, citado em Leal e Santos, 2017). As opções americanas são aquelas em que o seu detentor tem o direito de fazer usufruto, comprar ou vender, a qualquer momento desde que dentro do exercício, enquanto nas europeias o seu detentor apenas pode utilizar o direito de uso na data de vencimento (Black & Scholes, 1973). Segundo Ferreira (2002), em contextos de incerteza este método é considerado de grande utilidade pois potenciam uma maior atenção, ponderação e ajustamentos nos investimentos.

Num sexto grupo poder-se-ão incluir os modelos baseados em métricas de criação de valor, onde se inserem por exemplo o *Economic value added* (EVA<sup>2</sup>), *Market Value Added* (MVA) e o *Cash Flow Return on Investment* (CFROI). Muller e Teló (2003) definem EVA como uma fonte de informação relacionada à criação de valor para o acionista, que possibilita o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial, ou seja, analisa se o valor gerado pela empresa é superior ao custo do capital investido e da remuneração mínima exigida pelos titulares do capital. Já Ferreira (2018) considera um instrumento de medida de criação de valor e como instrumento de aproximação do valor intrínseco da empresa a valores de mercado quando analisado juntamente com o MVA. O MVA quantifica a riqueza criada ou destruída relativamente aos acionistas num período de tempo através da subtração do capital investido à soma do valor de mercado do capital próprio juntamente com passivo.

$$\text{Capital investido} = \text{Ativos fixos} + \text{NFM} \quad (14)$$

$$\text{EVA} = \text{EBIT}(1-t) - \text{capital investido} \times \text{WACC} \quad (15)$$

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado da empresa} - \text{Capital investido} \quad (16)$$

Onde,  $t$  corresponde à taxa de imposto.

Admite-se que existe criação de valor sempre que os resultados gerados pela empresa sejam superiores ao custo do capital. Quando  $\text{EVA} < 0$  a empresa está a destruir valor, se

---

<sup>2</sup> Marca patenteada por Joel Stern e a sua consultora Stern Stewart & Co em 1980. Trata-se de uma medida que se aproxima dos modelos de avaliação conhecidos por *residual income* ou *economic profit*.

$EVA = 0$  não existe a criação de valor, mas a empresa gera resultados suficientes para compensar os capitais investidos, e quando  $EVA > 0$  significa que a atividade da empresa gera, assim, excedentes.

O CFROI, criado pela Holt Value Associates, unidade do Credit Suisse, é uma métrica baseada nos *cash flows* ajustados e este cálculo revela-se uma importante ferramenta de avaliação de empresas e de desempenho dos gestores pois podem ser usados em vários cenários financeiros (Subramanyam e Kumar, 2020). Ferreira (2018) refere que dependendo da forma como este é aplicado, pode ser apresentado como um instrumento de análise de criação de valor avaliando a estratégia e aplicação de recursos no longo prazo e, como modelo de avaliação de empresas. A primeira forma procura diferenciar o CFROI como instrumento de criação de valor de outros, já a segunda abordagem pretende situar o CFROI como um modelo de atualização de *cash flows* mas, levando a resultados diferentes de modelos como *economic profit* (EP), EVA ou do desconto dos *free cash flows to the firm*. Ferreira (2018) refere, ainda, que a sua origem está no conceito *Q ratio* de Tobin<sup>3</sup>, indicador usado como técnica de avaliação relativa. Esta métrica de criação de valor utiliza uma perspetiva global e agregada relativamente aos diferentes negócios que coexistem na empresa, compreendendo esta realidade como sendo um único projeto. Compara os *cash flows* criados com o capital investido necessário para a sua obtenção, mas com ajustamentos do efeito da taxa de inflação. Na prática o CFROI aproxima-se do cálculo da TIR (taxa interna de rentabilidade), onde iguala o valor dos *cash flows* futuros com o valor dos atuais dos ativos contabilísticos ajustados mais o valor dos ativos não depreciables. Se o CFROI for superior ao WACC demonstra-se assim, que existe criação de valor, de outra forma, ocorreu destruição de valor.

$$CFROI = \frac{\text{Lucro líq.} + \text{dep. e imp. diferidos} + \text{Var. NFM}}{\text{Ativo total} - \text{passivo corrente}} \quad (17)$$

A Equação 17 representa o cálculo do CFROI. Resultado Líquido do período (lucro líq.), depreciações e impostos diferidos (dep. e imp. diferidos), variação das necessidades de fundo de manio (Var. NFM).

---

<sup>3</sup> Q de Tobin ficou popular em 1969 pelo economista e prémio Nobel da Economia James Tobin. É um indicador que visa avaliar o valor de mercado de uma empresa cotada, tendo como pressuposto o custo de substituição dos seus ativos, ou seja, expressa a relação entre a avaliação de mercado e o valor intrínseco da empresa estimando se esta se encontra sobre ou subavaliada. O índice é obtido através da divisão do valor de mercado da empresa pelo valor total do ativo da mesma.

### 2.3.1 Estudos Empíricos

Na literatura existem inúmeros estudos de caso que reiteram a importância e os diferentes métodos de avaliação empresarial anteriormente referidos, como tal, de seguida efetua-se uma breve ilustração sobre alguns destes casos.

Bianconi e Tan (2019) procuram avaliar se existe impacto imediato e a médio prazo das fusões e aquisições no valor das empresas adquirentes. Para este estudo utilizaram uma amostra mundial de 65.521 empresas com 458.647 negócios de fusões e aquisições nos setores das Comunicações, Tecnologia, Energia e Serviços Públicos no período de 2000 a 2010. Consideraram como efeito imediato o impacto no ano de implementação do negócio e, os três anos antes e seguintes ao negócio como efeito a médio prazo. Foi utilizada a metodologia do múltiplo do EBITDA e considerado ainda para controlo, rácios como o rácio cotação/vendas (P/S), o rácio dívida/ capital próprio (D/E), market-to-book (M/B), alavancagem financeira – referida como o grau em que uma empresa utiliza títulos como dívida e ações preferenciais –, desta forma os autores consideraram ser possível comparar os resultados sobre o valor das empresas entre países e períodos de tempo.

Os autores concluíram que existe evidência estatisticamente significativa para a alteração de valor das empresas no imediato e a médio prazo, no entanto, estes revelam-se ser diferentes. No médio prazo, as fusões e aquisições fazem reduzir de forma líquida o múltiplo do EBITDA devido ao potencial aumento de ganhos em relação ao valor da empresa a longo prazo. Os efeitos do tempo são significativos em empresas intensivas em tecnologia, mas não em empresas intensivas em recursos humanos. Em contrapartida, o efeito instantâneo das fusões e aquisições no valor da empresa é uniforme em todos os quatro setores, a empresa obtém um aumento instantâneo de valor no momento da transação, uma vez que os adquirentes esperam obter ganhos superiores com a referida fusão e aquisição, e o mesmo acontece com os acionistas que desejam obter resultados positivos de forma rápida. Por este motivo, o preço das ações torna-se volátil e com uma elevada rapidez de resposta, enquanto que o aumento dos lucros das empresas é lento. Os autores suspeitam que o desempenho inferior a longo prazo se deva especificamente ao ajuste lento do EBITDA em relação ao ajuste mais rápido do valor da empresa no mercado de ações. No que diz respeito aos fatores com efeito significativo, a correlação entre os índices *market-to-book* e o múltiplo da empresa é positiva no conjunto das empresas

envolvidas em processos de fusão e aquisição nos quatro setores estudados. O rácio P/S tem uma correlação semelhante, mas apenas é significativa em alguns casos. No que respeita à alavancagem, medida pelo rácio D/E, tem uma correlação significativa negativa com o EV/EBITDA nos setores de energia e serviços públicos.

Leal e Santos (2017) realizaram um estudo em que pretendiam encontrar o método mais fiável para o cálculo do *Enterprise Value* das empresas ligadas ao setor agrícola. Para esta análise utilizaram duas importantes empresas do setor brasileiro, grupo São Marinho S.A. e JBS S.A onde foi aplicada a metodologia dos *Discounted Cash Flows*, método de avaliação relativa e a teoria das opções reais. Os autores concluíram que com base nos resultados obtidos, não podem afirmar qual o melhor método, no entanto, quando analisadas as duas empresas em conjunto a metodologia dos *Discounted Cash Flows* revelou ser a mais eficiente tendo o valor de mercado como referência. Se analisado de forma independente, o múltiplo preço/valor patrimonial foi o que apresentou o melhor desempenho para o grupo São Martinho e os *Discounted Cash Flows* para a empresa JBS S.A.. Considerando a flexibilidade da opção abandono, o método das opções reais foi o que atribuiu um *enterprise value* superior às empresas analisadas.

D'Orey (2014) apresenta no seu relatório de estágio o estudo sobre a avaliação de uma empresa que teve oportunidade de acompanhar, e ainda a expectativa de comprovar a vantagem da utilização dos métodos de avaliação dinâmicos através das opções reais (que mais à frente, neste subcapítulo, se descreve de forma resumida) face às metodologias mais frequentemente utilizadas como é o caso dos *Discounted Cash Flows* e dos múltiplos de mercado. O autor refere que se deparou com a limitação da empresa estudada não apresentar as características necessárias para a aplicação do modelo de avaliação de opções, nomeadamente ser de pequena dimensão e de natureza tecnológica, pelo que não foi possível comprovar a vantagem da aplicação deste modelo, e por consequência apenas usou o método dos *Discounted Cash Flows* e os múltiplos de mercado.

Prado, Teixeira e Ribeiro (2011) procuram através do estudo empírico investigar as diferenças do *Enterprise Value* considerando a comparação de diferentes métodos de análise. Para esta análise utilizaram uma empresa média, de gestão familiar, do setor industrial, com referencial no período de 2003 a 2009 e utilizaram como fonte de informação os relatórios e contas. As metodologias utilizadas pretendiam calcular o *Enterprise Value* considerando o património líquido da empresa, o calculo patrimonial histórico corrigido pelo indexador IGP-M (índice geral de preços de mercado), as

métricas de criação de valor (EVA e MVA) e, por último, o *Discounted Cash Flows*. Para os autores ficou clara a superioridade das metodologias aplicadas através das métricas de criação de valor e dos *Discounted Cash Flows* devido à capacidade de cálculo do futuro potencial económico face às metodologias tradicionais que apenas se baseiam em valores históricos, concluindo que a avaliação obtida com base nestes será desfasada da realidade. Como limitações é apontado a impossibilidade de generalizar os resultados em virtude da metodologia utilizada e também a amostra ser reduzida limitando a extrapolação de resultados.



### 3.1 Caracterização entidades envolvidas

Importa fazer referência a uma nota prévia, os nomes das empresas apresentadas não são reais por uma questão de confidencialidade.

A *holding* Desafios SGPS, S.A. é detida por capital 100% português, especializada no segmento *Business & Facility Services* foi fundada em fevereiro de 1989 com a integração de quatro empresas. Com um percurso marcado por diversos processos de fusão e aquisição, em 2019 detinha 23 empresas a operar em 4 áreas chave de negócio - *Food Services*, *Facility Services*, Logística & Distribuição, Holding & Suporte - e em 17 atividades como alimentação, *vending*, vigilância humana, gestão documental, prestando os seus serviços em organismos públicos e privados. Contava com 26.413 trabalhadores, um volume de negócios superior a 530 milhões de euros, uma autonomia financeira de 7% e solvabilidade de 8%. Em 2011 tinha no seu portfólio 14 empresas a operar em 6 áreas chave que se repercutiam num volume de negócios superior a 420 milhões de euros, 14.400 trabalhadores, uma autonomia financeira de 26% e solvabilidade de 27%. É constituída por um total de 5 acionistas sendo que existe um maioritário com aproximadamente 90% das ações.

Tem como missão servir bem-estar e prestar serviços de valor acrescentado aos seus clientes, dando um contributo positivo para o desenvolvimento social, económico e ambiental da sociedade portuguesa.

A empresa Obelisco S.A. deriva de um grupo com o mesmo nome que englobava duas empresas de nome X-Sul e Higicom fundado em 1999 que procurava ser uma referência para o cliente encontrando soluções à sua medida. Atualmente é uma empresa de referência no mercado nacional como prestadora de serviços ligados à segurança e saúde no trabalho, segurança alimentar e saúde ocupacional. Tem como CAE principal o 86220, atividades de prática médica de clínica especializada em ambulatório, e como atividades secundárias a prática médica de clínica geral em ambulatório (CAE 86210), outro fornecimento de recursos humanos (CAE 78300) e, outras atividades de saúde humana (CAE 86906). Em 2019, tinha 265 trabalhadores para um volume de negócios superior a 14 milhões de euros, uma autonomia financeira de 20,7% e solvabilidade de

26,1%. Em 2011, contava com 349 trabalhadores, um volume de negócios superior a 18 Milhões de euros, uma autonomia financeira de 14% e solvabilidade de 16,3%.

Tem como visão demarcar-se na valorização do setor, tornando a sua intervenção num padrão de referência no mercado. A concorrência setorial é constituída por 556 empresas originando um volume de negócios no total de 330,4 milhões de euros, no entanto, desse conjunto, a empresa Obelisco, S.A. considera como principais concorrentes apenas quatro que perfazem um volume de negócios de 21,9 milhões de euros e empregando cerca de 500 trabalhadores. Os principais desafios passam pela escassez de médicos no país dificultando o número de consultas e consequentemente aumentando o valor cobrado, e a concorrência regional com estruturas mais reduzidas pressionando para a prática de preços mais baixos.

Com o crescimento ao longo dos anos, a Desafios SGPS S.A. deparou-se com a necessidade de analisar questões como a sustentabilidade, a higiene e a segurança no trabalho, as condições de trabalho oferecidas aos seus trabalhadores, e ainda, o bem-estar destes, pessoal e profissionalmente, dentro e fora da organização dando origem a um estudo elaborado por entidade externa<sup>4</sup>. Proveniente deste estudo foram detetadas algumas fragilidades que urgiam ser colmatadas, por este motivo concluiu-se que ou se investia de forma rápida e capaz para trabalhar estas fragilidades ou se avançava com a aquisição empresas com esta potencialidade poupando tempo e esforço.

O processo de *due diligence* iniciou-se em 2014, tendo terminado no final de 2015 culminando num processo de aquisição através de uma integração vertical, considerando que os códigos de atividade empresarial não se coadunam entre ambas e que a empresa Obelisco S.A era um fornecedor da Desafios SGPS, S.A.. O período económico de 2016 foi o primeiro em que a empresa Obelisco S.A. passou a integrar o perímetro de consolidação da Desafios SGPS, S.A., integrando, assim, o relatório e contas consolidado desta última.

---

<sup>4</sup> A informação da existência do estudo referido foi obtida através de entrevista pessoal ao CEO do Obelisco S.A.. O mesmo não foi facultado para a realização deste trabalho por motivos de confidencialidade.





O atual panorama empresarial é caracterizado pela internacionalização e pela era digital, resultando numa elevada competitividade entre empresas e uma exigência cada vez maior por parte do consumidor. O mercado tende a premiar as empresas mais estáveis, eficientes e competitivas, e por isso, as fusões e aquisições têm uma importância significativa no momento da tomada de decisão de lançar uma nova empresa/produto ou avançar com estratégias deste tipo. No processo de fusão e aquisição é deveras importante levar a cabo rigorosas *due diligences*, uma vez que estas permitirão responder a questões como a capacidade de gerar *cash flows* no médio e longo prazo e desta forma ajustar a tomada de decisão por parte dos investidores.

Para o presente estudo de caso foram utilizados os relatórios e contas da empresa Obelisco S.A. e da *holding* Desafios SGPS, S.A. para os anos 2011 a 2019, os dados são reais e obtidos internamente. Será aplicada a metodologia dos *Discounted Cash Flows*, seguido do cálculo dos múltiplos EV/Vendas e EV/EBITDA, ROA, ROE, autonomia financeira e as métricas de criação de valor como o EVA, o MVA e o CFROI. A análise dos anos 2016 a 2019 será efetuada de forma individual, no caso da *holding* Desafios SGPS, S.A. foram considerados os dados reais sem a empresa Obelisco onde inicialmente se pretendia comparar os resultados com e sem aquisição evidenciando a existência ou não de sinergias. Devido à sua constante e extensa atividade de aquisições empresariais verificou-se que esta forma de atuação provoca grandes oscilações não só na sua posição financeira, como também nos seus resultados, o que levou a uma análise única devido à complexidade na extrapolação de resultados diretos sem a Obelisco S.A.. No que respeita à Obelisco S.A. será realizada uma projeção de resultados entre 2016 e 2019 e ainda a aplicação da mesma metodologia, mas com base nos valores históricos.

A projeção referida será obtida através da tendência linear baseada na média dos crescimentos das variações, ou da mediana nos valores mais singulares. Os *outliers* obtidos após a aplicação deste cálculo não foram utilizados, consequentemente foi considerado o valor obtido no último ano que antecedeu esta fusão. A título de exemplo destes *outliers*, é apontado “Outros ativos não correntes” e “Provisões” onde apenas se dispunha de dados no ano 2015 e “Resultado líquido do período” deveras influenciado por um ano de más decisões estratégicas.

## 4.1 Discounted Cash Flows

Considerando a metodologia dos *Discounted Cash Flows* será calculado em seguida o *Enterprise Value* e desta forma verificado se se confirma a criação de sinergias.

Tabela 1- Enterprise Value – Desafios SGPS S.A.

	2016	2017	2018	2019	∞
Capex	13 736 805 €	17 963 173€	9 436 968 €	12 605 468 €	15 311 929 €
Var. NFM	23 256 094 €	-25 399 625€	3 643 762 €	-3 645 698 €	-2 731 649 €
Amortizações e Dep	7 094 114 €	10 845 685€	6 726 115 €	9 111 989 €	9 913 844 €
g1	32,94%	-34,25%	15,61%	-0,38%	
EBIT (1-t )	10 020 609 €	-2 625 789€	479 717 €	-97 527 €	-98 697 €
Tx de reinvestimento	397%	458%	1531%	155%	
Reinvestimento	39 747 975 €	-12 019 925€	7 346 497 €	-151 643 €	
<b>FCFF</b>	<b>-29 727 366 €</b>	<b>9 394 135€</b>	<b>-6 866 780 €</b>	<b>54 116 €</b>	<b>-80 406 €</b>
V. Atualizado FCFF	-26 755 422 €	7 894 624€	-5 712 752 €	41 522 €	<b>-24 532 028 €</b>
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,5%</b>
rf	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
(rm-rf)	10,17%	9,24%	7,96%	9,02%	7,37%
βu	0,9	0,87	0,94	0,79	0,87
βL	1,44	1,91	2,21	2,30	2,54
Rentabilidade exigida	19,2%	22,3%	22,2%	25,4%	23,3%
<b>Discounted cash flows</b>	<b>-26 755 422 €</b>	<b>7 894 624 €</b>	<b>-5 712 752 €</b>	<b>41 522 €</b>	<b>-58 756 €</b>
tx reinvestimento 2					18,5%
Reinvestimento2					-18 292
Valor Residual					-1 524 299 €
<b>Enterprise Value</b>					<b>-25 645 895 €</b>

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 1apresenta o cálculo do *Enterprise Value* pelo método dos *Discounted Cash Flows* em 2 etapas, tendo por base projeções dos *free cash flows to the firm*. Capex (despesas de capital), Variação das necessidades de fundo de manio (Var.NFM), Amortizações e depreciações (Amortizações e Dep), g1- taxa de crescimento esperado, Taxa de reinvestimento (Tx de reinvestimento), *Free cash flows to the firm* (FCFF), Valor atualizado dos *free cash flows to the firm* (V.Atualizado FCFF), CAPM (Rentabilidade exigida), Taxa de retorno de ativos sem risco (rf), prémio de risco de mercado com base numa carteira diversificada de ativos (rm-rf), beta não alavancado (βu), beta alavancado (βL) Taxa de reinvestimento na perpetuidade (Tx reinvestimento 2), Reinvestimento na perpetuidade (reinvestimento 2). Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 7, 8, 12 e 13.

Considerando a Tabela 1 é possível verificar que o WACC médio da *holding* Desafios SGPS S.A. é de 8,3% com um custo do capital próprio médio de 22,3%, no que respeita ao custo do capital próprio foi considerado uma taxa de retorno de um ativo sem risco de 4,6% correspondente à média do rendimento das obrigações do tesouro emitidas pelo Estado português a 10 anos entre 2009 e 2019. O beta alavancado à estrutura de capital da empresa – 2,30 - teve como referência a base de dados do autor Damodaran onde foi obtido através do beta não alavancado do setor de 0,79. O prémio de risco do índice de mercado, 9,1% médio, foi igualmente obtido através da base de dados do autor Damodaran,

É de salientar ainda, que o *Enterprise Value* obtido é negativo. Estes maus resultados, como à frente se irá verificar, não foram provocados pela aquisição da Obelisco S.A., mas sim por decisões estratégicas e outros processos de fusão e aquisição, originando períodos com resultados turbulentos dificultando o isolamento do efeito aquisição Obelisco S.A.. Com base na análise efetuada é possível verificar as elevadas taxas de reinvestimento sendo estas superiores aos ganhos. Os financiamentos em 2015 passaram de 24 milhões para 80 milhões em 2019 sendo a principal parcela o financiamento corrente. O valor do capital próprio de 49 milhões em 2015 diminuiu para 17 milhões em 2019, o ativo total passou de 203 milhões para 273 milhões, as amortizações e depreciações tiveram uma evolução no mesmo período de referência de 117% sugerindo que se deve à compra de equipamentos e maquinaria e, em 2019 verifica-se passivos por locação financeira no valor de 7 milhões de euros até então inexistentes.

A aplicação dos modelos financeiros não pode ser feita de forma transversal a todas as empresas, e com base nos resultados verificados está-se perante um caso em que tal é corroborado considerando a aplicação da metodologia *Discounted Cash Flows*. Esta metodologia, como se referiu no capítulo II deste trabalho, pode ser aplicada em mais que uma etapa dependendo da maturidade das empresas, no entanto, a instabilidade nos resultados e o facto de não existir um fase evidente de crescimento supranormal faz com que se determine que este não é o modelo mais correto para se obter o seu *enterprise value*. No entanto, optando por esta metodologia e considerando o modelo de duas fases o *enterprise value* da *holding* Desafios SGPS S.A. seria negativo em cerca de 25 milhões de euros.

Tabela 2- Enterprise Value – Obelisco S.A. projetada

	2016	2017	2018	2019	∞
Capex	11 644 €	3 668 €	-2 047 €	-6 024 €	-8 675 €
Var. NFM	173 816 €	-598 767 €	-553 535 €	-535 928 €	-546 396 €
Amortizações e Dep	145 664 €	119 154 €	97 470 €	79 731 €	65 221 €
g1	7,03%	887,61%	104,01%	56,79%	
EBIT (1-t )	664 816 €	6 194 088 €	1 242 422 €	893 070 €	903 787 €
Tx de reinvestimento	6%	-114%	-107%	-109%	
Reinvestimento	42 596 €	-7 054 021 €	-1 332 298 €	-974 743 €	
<b>FCFF</b>	<b>622 220 €</b>	<b>13 248 109 €</b>	<b>2 574 720 €</b>	<b>1 867 813 €</b>	<b>827 985 €</b>
V. Atualizado FCFF	541 174 €	10 332 873 €	1 825 044 €	1 116 630 €	<b>13 815 722 €</b>
<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,3%</b>
Rf	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
(rm-rf)	10,17%	9,24%	7,96%	9,02%	7,37%
Bu	0,65	0,6	0,62	0,66	0,87
βL	3,77	3,53	3,70	4,02	5,42
Rentabilidade exigida	42,9%	37,2%	34,1%	40,9%	44,5%
<b>Discounted cash flows</b>	<b>541 174 €</b>	<b>10 332 873 €</b>	<b>1 825 044 €</b>	<b>1 116 630 €</b>	<b>424 274 €</b>
tx reinvestimento 2					8,4%
Reinvestimento2					75 802 €
Valor Residual					6 316 830 €
<b>Enterprise Value</b>					<b>17 052 580 €</b>

Fonte: Elaboração própria

A tabela 2 apresenta o cálculo do *enterprise value*, recorrendo-se ao método dos *Discounted Cash Flows* em 2 etapas, tendo por base projeções dos *free cash flows to the firm*. Capex (despesas de capital), Variação das necessidades de fundo de maneo (Var.NFM), Amortizações e depreciações (Amortizações e Dep), g1- taxa de crescimento esperado, Taxa de reinvestimento (Tx de reinvestimento), *Free cash flows to the firm* (FCFF), Valor atualizado dos *free cash flows to the firm* (V.Atualizado FCFF), CAPM (Rentabilidade exigida), Taxa de retorno de ativos sem risco (rf), prémio de risco de mercado com base numa carteira diversificada de ativos (rm-rf), beta não alavancado (βu), beta alavancado (βL) Taxa de reinvestimento na perpetuidade (Tx reinvestimento 2), Reinvestimento na perpetuidade (reinvestimento 2). Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 7, 8, 12 e 13.

Na Tabela 2 é possível verificar que o WACC médio da Obelisco S.A. é de 13,5% com um custo do capital próprio médio de 38,8% e um custo do capital alheio de 4,74%. No que respeita ao custo do capital próprio foi considerado uma taxa de retorno de um ativo sem risco de 4,6% correspondente à média do rendimento das obrigações do tesouro emitidas pelo Estado português a 10 anos entre 2009 e 2019. O beta alavancado à estrutura

de capital da empresa – 4,02 - teve como referência a base de dados do autor Damodaran onde foi obtido através do beta não alavancado do setor de 0,66. O prémio de risco do índice de mercado, 9,1% médio, foi igualmente obtido através da base de dados do autor Damodaran, a taxa de imposto foi considerada a taxa de IRC a 21% praticada no continente, e para a taxa de crescimento esperado na perpetuidade foi considerada a taxa de crescimento económico da área do euro em 2019 que se verificou ser 1,2% segundo o relatório anual do Banco Central Europeu em maio de 2020.

De realçar a variação das necessidades de fundo de maneio negativas refletindo o esforço a ser feito para melhorar as cobranças junto dos clientes e ainda, o *capex* negativo nos últimos anos que sugere a liquidação de ativos, e redução nos gastos com investimentos potenciando os resultados da empresa.

Com base nas projeções apresentadas o *enterprise value* à data de dezembro de 2015 é de 17 milhões de euros.

Tabela 3- Enterprise Value – Obelisco S.A c/ histórico

	2016	2017	2018	2019	∞
Capex	98 162 €	354 175 €	589 456 €	3 877 167 €	-988 003 €
Var. NFM	-846 428 €	474 485 €	-320 559 €	-101 508 €	-183 203 €
Amortizações e Dep	447 182 €	409 071 €	131 164 €	933 745 €	1 599 521 €
g1	-67,66%	19,19%	5,93%	55,01%	
EBIT (1-t )	113 652 €	783 783 €	1 198 150 €	1 635 459 €	1 655 085 €
Tx de reinvestimento	-340%	64%	12%	269%	
Reinvestimento	-386 608 €	500 110 €	145 895 €	4 405 280 €	
<b>FCFF</b>	<b>500 260 €</b>	<b>283 672 €</b>	<b>1 052 255 €</b>	<b>-2 769 820 €</b>	<b>1 527 859 €</b>
V. Atualizado FCFF	460 913 €	242 088 €	812 477 €	-1 620 094 €	<b>-104 616 €</b>
<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,0%</b>	<b>14,3%</b>	<b>15,6%</b>
Rf	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
(rm-rf)	10,17%	9,24%	7,96%	9,02%	7,37%
Bu	0,65	0,6	0,62	0,66	0,87
βL	1,32	1,19	0,91	1,18	1,53
Rentabilidade exigida	18,1%	15,6%	11,8%	15,2%	15,9%
<b>Discounted cash flows</b>	<b>460 913 €</b>	<b>242 088 €</b>	<b>812 477 €</b>	<b>-1 620 094 €</b>	<b>739 759 €</b>
tx reinvestimento 2					7,7%
Reinvestimento2					127 226 €
Valor Residual					10 602 148 €
<b>Enterprise Value</b>					<b>5 028 735 €</b>

Fonte: Elaboração própria

A tabela 3 é apresentada o cálculo dos *Discounted Cash Flows* tendo por base o histórico. Capex (despesas de capital), Variação das necessidades de fundo de maneio (Var.NFM), Amortizações e depreciações (Amortizações e Dep), g1- taxa de crescimento esperado, Taxa de reinvestimento (Tx de reinvestimento), *Free cash flows to the firm* (FCFF), Valor atualizado dos *free cash flows to the firm* (V.Atualizado FCFF), CAPM (Rentabilidade exigida), Taxa de retorno de ativos sem risco (rf), prémio de risco de mercado com base numa carteira diversificada de ativos (rm-rf), beta não alavancado ( $\beta_u$ ), beta alavancado ( $\beta_L$ ) Taxa de reinvestimento na perpetuidade (Tx reinvestimento 2), Reinvestimento na perpetuidade (reinvestimento 2). Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 7, 8, 12 e 13.

O WACC médio da Obelisco S.A. considerado na Tabela 3 com base em valores reais, é de 10%, com um custo do capital próprio médio de 15,2% e um custo do capital alheio de 8,53%. No que diz respeito ao beta alavancado à estrutura de capital da empresa, este teve igualmente como referência a base de dados do autor Damodaran juntamente com o prémio de risco do índice de mercado. O custo do capital próprio, a taxa de IRC e a taxa de crescimento esperado mantiveram-se inalterados.

Na análise da Tabela 3 é possível verificar que as variações das necessidades de fundo de maneio estão em linha com as da Tabela 2, negativas, confirmando o esforço expectável em melhorar as cobranças junto dos clientes, mas também o aumento do prazo de pagamento a fornecedores. Esta afirmação advém da observação de no ano 2015 se verificar um prazo médio de recebimento de 112 dias e em 2019 este ter reduzido para 101, ao mesmo tempo que se denota que o prazo médio de pagamentos passou de 76 dias em 2015 para 155 dias em 2019.

Ao contrário da projeção inserida na Tabela 2, verifica-se que foram efetuados investimentos mais avultados do que havia sido projetado, com destaque para os ativos fixos tangíveis, relativos sobretudo a direitos de uso<sup>5</sup> no valor de 2,5 milhões de euros, e ainda, a ativos fixos intangíveis de aproximadamente 200 mil euros em 2019 referentes a programas de computador, que até então não existiam refletindo igualmente no aumento das amortizações e depreciações. No capital próprio verificou-se uma variação de 120% entre 2015 e 2019, e em sentido contrário variaram os financiamentos obtidos em -68,6% para o mesmo período. Examinando os valores reportados, salienta-se que em 2016 por deliberação dos acionistas foram efetuadas prestações suplementares de capital considerados na conta “Outros instrumentos de capital próprio”, inicialmente obrigatórios

---

<sup>5</sup> Valor derivado da aplicação pela primeira vez da IFRS 16 onde se inseriram *leasings e rentings*.

para que o capital próprio não fosse negativo, no entanto, o mesmo manteve-se com o intuito de a empresa beneficiar de injeção de capital em detrimento do recurso a dívida. Com base nos cálculos apresentados na Tabela 3 o *Enterprise Value* à data de dezembro de 2015 é de 5 milhões de euros.

Considerando o modelo *Discounted Cash Flows* com perspetiva de crescimento, a Obelisco S.A. atingiria um valor potencial de 17 Milhões de euros, contudo o *Enterprise Value* obtido considerando os valores históricos é de 5 Milhões de euros. A Desafios SGPS S.A. aquando das suas *due diligences* utilizou o EBITDA ajustado a rubricas como imparidades de clientes e existências invendáveis seguido do múltiplo do EBITDA para obter o *Enterprise Value* e consequentemente o valor estimado a pagar, este valor foi de 5 milhões de euros coincidindo com o valor obtido no *Enterprise Value* histórico.

## 4.2 Métricas de criação de valor

Como atrás se referiu, o EVA é um instrumento de medida sobre a criação de valor da empresa a valores de mercado quando analisado conjuntamente com o MVA. Considera-se que existe criação de valor quando a empresa consegue gerar um resultado maior do que o seu custo de capital.

O MVA quantifica a riqueza criada ou destruída relativamente aos acionistas num período de tempo, ou seja, é a diferença entre o valor de mercado atual de uma empresa e o capital inicialmente investido.

Tabela 4- EVA/ MVA – Obelisco projetada

	2016	2017	2018	2019
EBIT	786 234 €	793 900 €	770 883 €	721 002 €
NFM	-269 373 €	-800 111 €	-1 247 993 €	-1 629 051 €
Capital investido	565 755 €	-80 470 €	-627 868 €	-1 094 680 €
Imposto (t)	21%	21%	21%	21%
WACC	15%	13%	12%	14%
<b>EVA</b>	<b>536 398 €</b>	<b>637 828 €</b>	<b>685 315 €</b>	<b>719 837 €</b>
<b>MVA</b>	<b>3 581 750 €</b>	<b>4 820 611 €</b>	<b>5 638 106 €</b>	<b>5 244 704 €</b>

Fonte: Elaboração própria

A tabela 4 apresenta o valor do EVA e MVA com base na projeção. Resultado operacional (EBIT), necessidades de fundo de maneiro (NFM), e custo médio ponderado de capital (WACC), *Economic Value*



*Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA). Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 14, 15. O MVA foi obtido através da divisão do EVA pelo WACC.

*Tabela 5- EVA/ MVA- Obelisco - Histórico*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EBIT	444 848 €	832 390 €	1 431 796 €	1 335 519 €
NFM	1 146 718 €	1 621 203 €	1 300 644 €	1 199 136 €
Capital investido	1 766 846 €	2 186 435 €	2 324 168 €	5 166 082 €
Imposto (t)	21%	21%	21%	21%
WACC	9%	8%	9%	14%
<b>EVA</b>	<b>200 596 €</b>	<b>477 239 €</b>	<b>921 885 €</b>	<b>313 840 €</b>
<b>MVA</b>	<b>2 349 746 €</b>	<b>5 785 730 €</b>	<b>10 240 267 €</b>	<b>2 187 371 €</b>

Fonte: Elaboração própria

A tabela 5 apresenta o valor do EVA e MVA com base nos dados históricos. Resultado operacional (EBIT), necessidades de fundo de maneiro (NFM) e custo médio ponderado de capital (WACC), *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA). Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 14, 15. O MVA foi obtido através da divisão do EVA pelo WACC.

Analisando as tabelas 4 e 5 verifica-se que em ambos os casos foi criado valor – 719.837 de euros e 313.840 de euros, respetivamente, para o ano de 2019 –, a empresa gera excedentes superiores aos necessários para remunerar os capitais investidos para além da remuneração mínima exigida pelos detentores de capital, acionistas. O mesmo se verifica com o MVA, ou seja, existia a expectativa de criação de valor para os acionistas e o mesmo confirmou-se embora o valor histórico se verifique ser inferior ao projetado, 2.187.371 de euros e 5.244.704 de euros em 2019. É de salientar ainda o aumento dos investimentos na Tabela 5 e consequentemente o custo médio ponderado dos capitais repercutindo-se no decréscimo do EVA e MVA.

*Tabela 6- CFROI –Obelisco projetada*

	<b>2019</b>
Resul. Líquido	507 469 €
Amortiz + deprec	79 731 €
Var. NFM	-535 928 €
Passivo corrente	6 774 590 €
Ativo total	14 508 761 €
<b>CFROI</b>	<b>0,7%</b>

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 6 é apresentado os elementos de cálculo do CFROI com base nos dados projetados. Amortizações e depreciações (Amortiz+deprec), Variação das necessidades de fundo de maneo (Var. NFM). Para os cálculos apresentados foi utilizada a Equação 17.

*Tabela 7- CFROI –Obelisco - Histórico*

	<b>2019</b>
Resul. Líquido	932 995 €
Amortiz + deprec	933 745 €
Var. NFM	-101 508 €
Passivo corrente	7 537 959 €
Ativo total	12 871 609 €
<b>CFROI</b>	<b>33,1%</b>

Fonte: Elaboração própria

Nesta tabela é apresentado os elementos de cálculo do CFROI com base nos dados históricos. Amortizações e depreciações (Amortiz + deprec), Variação das necessidades de fundo de maneo (Var. NFM). Para os cálculos apresentados foi utilizada a Equação 17.

O CFROI mede a capacidade de a empresa gerar rentabilidade face aos investimentos a si associados, assim, e comparando com o WACC presente nas Tabelas 4 e 5, é possível constatar que a Obelisco S.A. projetada em 2019 não verifica a criação de valor – 0,7% face a 14% de WACC. A Obelisco S.A. - histórico com 33,1% comparativamente a 14% de WACC demonstra que em 2019 já existe criação de valor, este é alcançado pela evolução positiva do resultado líquido e pelo aumento do valor das amortizações e depreciações.

### 4.3 Múltiplos de mercado

A metodologia da avaliação por múltiplos de mercado reside na comparação entre empresas do mesmo setor e com características semelhantes, esta aplicação permite comparar com a concorrência as diferentes estratégias seguidas e complementar a análise dos *Free Cash Flow to the Firm*.

*Tabela 8- EV/ Vendas e EV/ EBITDA - Obelisco S.A projetada*

	2016	2017	2018	2019
<b>EV/Vendas</b>	0,36	0,39	0,38	0,44
<b>EV/Ebitda</b>	4,29	4,50	4,29	4,94

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 8 é apresentado o Ev/Vendas e Ev/Ebitda com base nos valores projetados. Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 3 e 4.

*Tabela 9- EV/Vendas e EV/EBITDA - Obelisco Histórico*

	2016	2017	2018	2019
<b>EV/Vendas</b>	0,20	0,24	0,30	0,27
<b>EV/Ebitda</b>	2,14	1,89	2,16	1,73

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 9 apresenta o Ev/Vendas e Ev/Ebitda com base nos valores históricos. Para os cálculos apresentados foram utilizadas as Equações 3 e 4.

O rácio de EV/ EBITDA serve como referência aos investidores sobre quantas vezes teriam de pagar o EBITDA para aquisição da empresa. O EV/ Vendas é geralmente utilizado na avaliação de empresas com um elevado crescimento das vendas, e permite ter como referência quanto custaria comprar as vendas da empresa. Comparando as tabelas 8 e 9 é possível verificar que o valor obtido em 2019 pela Obelisco S.A.- Histórico é inferior em mais de 50 % quando comparado com a Obelisco S.A. projetada – 1,73x vs 4,94x respetivamente –, facto que retrata o foco e o esforço da equipa de gestão em obter bons resultados para diminuir o tempo que o lucro operacional da empresa poderia levar a pagar o investimento resultante da aquisição.

Relativamente à comparação com a média do setor, e com o intuito de analisar a posição das entidades em estudo face à média de mercado, a mesma não foi possível pois o Banco de Portugal relativamente à Desafios SGPS, S.A. não dispõem de dados, e no que concerne à Obelisco S.A. apenas disponibiliza dados para pequenas empresas e para o ano de 2015. Desta forma, foi calculado o EV/ Vendas e EV/ EBITDA para as quatro empresas que a Obelisco S.A. considera como as suas principais concorrentes.

*Tabela 10 - EV/Vendas e EV/EBITDA concorrentes Obelisco S.A.*

		2016	2017	2018	2019
<b>EV/Vendas</b>	Empresa A	1,11	1,10	1,09	0,96
	Empresa B	0,16	0,14	0,18	0,12
	Empresa C	0,55	0,36	0,31	0,38
	Empresa D	0,21	0,25	0,36	0,34
<b>EV/EBITDA</b>	Empresa A	7,10	6,92	7,94	8,96
	Empresa B	4,47	3,42	15,49	5,27
	Empresa C	5,40	4,00	6,03	9,24
	Empresa D	2,81	2,37	3,03	4,74

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 10 apresenta o Ev/Vendas e EV/EBITDA das principais empresas concorrentes<sup>6</sup>. Para os cálculos apresentados foi utilizada a Equação 3 e 4

*Tabela 11- Comparação concorrência vs Obelisco S.A. para EV/Vendas e EV/EBITDA*

		2016	2017	2018	2019
<b>EV/Vendas</b>	Med. Concorrência	0,38	0,30	0,33	0,36
	Med. Obelisco Hist.	0,20	0,24	0,30	0,27
	Med. Obelisco- Proj.	0,36	0,39	0,38	0,44
<b>EV/EBITDA</b>	Med. Concorrência	4,94	3,71	6,99	7,12
	Med. Obelisco Hist.	2,14	1,89	2,16	1,73
	Med. Obelisco- Proj.	4,29	4,50	4,29	4,94

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 11 apresenta a comparação da concorrência com a Obelisco S.A. projetada e a valores históricos através do cálculo da mediana.

<sup>6</sup> Empresa A- Acção Contínua- Saúde e Prevenção, Unipessoal, Lda.; Empresa B- Atlanticare – Serviços de Saúde, S.A.; Empresa C- Interprev- Segurança e Saúde do Trabalho, S.A.; Empresa D- Medialcare- Saúde, prevenção e bem estar, S.A.

Tabela 12 - Enterprise Value intrínseco

	2016	2017	2018	2019
Ev. Obelisco Hist.	4 404 468	4 608 791	10 917 525	16 146 314
Ev. Obelisco Proj.	4 601 317	3 389 618	6 065 582	5 697 394

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 12 apresenta o *Enterprise Value* obtido através do múltiplo do EBITDA de mercado.

Na Tabela 11 é apresentado a mediana dos valores das concorrentes, optou-se por este cálculo em detrimento da média devido à disparidade de valores entre empresas. Relativamente ao EV/Vendas é possível verificar que a Obelisco S.A. apresenta valores projetados superiores à sua concorrência, mas inferiores em termos históricos o que aponta para aspetos positivos em concordância com o anteriormente referido como o esforço para a diminuição da dívida. No que respeita ao múltiplo do EBITDA é possível verificar que quer de forma projetada quer de forma histórica a empresa apresenta valores de inferiores à sua concorrência, sinal que caso um comprador tivesse interesse em adquirir uma empresa do setor, teria que pagar menos pela Obelisco S.A. que pelos seus concorrentes tornando-a mais desejável. A Tabela 12 apresenta *Enterprise Value* intrínseco, ou seja, o valor da empresa considerando o múltiplo do setor, onde é possível extrapolar que o valor da empresa é mais reduzido face ao setor e como tal mais atrativo em caso de aquisição.

#### 4.4 Outros indicadores

Existem diversos rácios no que se trata a rentabilidade, por consequência será feito o foco em alguns dos mais relevantes para os processos de fusão e aquisição pela incidência no ativo, no capital próprio e nas vendas, e ainda apresentado o rácio de autonomia financeira.

Tabela 13- ROA - Obelisco S.A. projetada

	2013	2014	2015	2017	2018	2019
EBIT	628 116	-1 427 098	744 152	793 900	770 883	721 002
Ativo Total	20 529 979	18 375 734	17 314 690	14 959 911	14 358 209	14 508 761
<b>ROA</b>	<b>3,06%</b>	<b>-7,77%</b>	<b>4,30%</b>	<b>5,31%</b>	<b>5,37%</b>	<b>4,97%</b>
Mediana	4,63%					

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 13 é apresentado o ROA com base nos valores projetados.

*Tabela 14- ROA – Obelisco S.A - Histórico*

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EBIT	628 116	-1 427 098	744 152	832 390	1 431 796	1 335 519
Ativo Total	20 529 979	18 375 734	17 314 690	8 454 990	8 888 413	12 871 609
<b>ROA</b>	<b>3,06%</b>	<b>-7,77%</b>	<b>4,30%</b>	<b>9,84%</b>	<b>16,11%</b>	<b>10,38%</b>
Mediana	7,07%					

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 14 é apresentado o ROA com base nos valores históricos.

A Rentabilidade Operacional do Ativo é um indicador que mostra o quão lucrativo pode ser uma empresa em relação aos seus ativos, ou seja, o ROA mostra se os gestores estão a ser eficientes a gerar ganhos com o ativo da empresa. Para esta análise foi usado o período temporal n-3 e n+3 sendo que o ano 2016 foi considerado o ano zero e por isso excluído uma vez que poderia afetar os resultados obtidos. Nesta análise não é feita a comparação com a mediana do mercado pois o Banco de Portugal não dispõem de dados disponíveis para o período da amostra, assim sendo, comparou-se como se perspectivava obter a rentabilidade dos ativos face aos valores históricos. Posto isto foi efetuado o cálculo da mediana dos valores obtidos para o período em causa e é possível concluir que o processo de aquisição foi bem-sucedido, este processo repercutiu-se numa boa gestão aumentando a rentabilidade sobre os ativos face à projeção.

*Tabela 15- ROE - Obelisco S.A. projetada*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
RLP	420 144	492 071	518 703	507 469
Capital próprio	1 167 917	1 122 574	1 078 927	1 036 911
<b>ROE</b>	<b>36,0%</b>	<b>43,8%</b>	<b>48,1%</b>	<b>48,9%</b>

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 15 é apresentado a rentabilidade operacional do capital próprio com base em valores projetados. Resultado líquido do período (RLP).

*Tabela 16- ROE - Obelisco S.A. - Histórico*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
RLP	53 099	544 910	1 057 734	932 995
Capital próprio	543 134	1 088 044	1 687 031	2 671 400
<b>ROE</b>	<b>9,8%</b>	<b>50,1%</b>	<b>62,7%</b>	<b>34,9%</b>

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 16 é apresentado a rentabilidade operacional do capital próprio com base em valores históricos. Resultado líquido do período (RLP).

As tabelas 15 e 16 demonstram a evolução do ROE (*Return on Equity*), este rácio é relevante na análise de sucesso de fusões e aquisições pois representa a remuneração esperada pelo acionista. Na perspetiva do acionista, decisões estratégicas que sejam destruidoras de valor, não são bem aceites uma vez que prejudicam a remuneração do seu capital investido. Com base nos valores obtidos verifica-se que existiu um retorno positivo desde o primeiro ano – 36% e 9,8% para Obelisco S.A. projetada e Obelisco S.A. a valores históricos respetivamente - e uma constante evolução deste, pese embora no ano 2019 na perspetiva histórica este tenha sofrido uma diminuição para 34,9% devido ao resultado líquido do período influenciado pelo aumento de gastos com pessoal e gastos com serviços externos.

*Tabela 17-Autonomia Financeira- Obelisco S.A. projetada*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Capital próprio	4 091 817	3 386 567	2 802 872	2 319 780
Ativo Total	15 977 453	14 959 911	14 358 209	14 508 761
<b>Autonomia Financeira</b>	<b>25,6%</b>	<b>22,6%</b>	<b>19,5%</b>	<b>16,0%</b>

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 17 é apresentado autonomia financeira com base em valores projetados.

*Tabela 18-Autonomia Financeira- Obelisco S.A. Histórico*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Capital próprio	543 134	1 088 044	1 687 031	2 671 400
Ativo Total	7 592 596	8 454 990	8 888 413	12 871 609
<b>Autonomia Financeira</b>	<b>7,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>19,0%</b>	<b>20,8%</b>

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 18 é apresentado autonomia financeira com base em valores históricos.

A autonomia financeira retrata a solidez financeira da empresa dando a visão da percentagem dos ativos que estão a ser financiados por capital próprio. Analisando as Tabelas 17 e 18 é possível verificar que o valor destas variam em sentido contrário durante o período de análise, 25,6% em 2016 e 16% em 2019 para a Tabela 19 e 7,2% no ano 2016 e 20,8% em 2019 na Tabela 20, no entanto, considerando a Obelisco S.A. a valores históricos verifica-se que esta está a aumentar o seu rácio para reduzir a sua necessidade de capitais alheios, valor este que continua abaixo da média de mercado para grandes empresas no ano 2019 que foi de 33,6% segundo a central de balanços do banco de Portugal.





O tema fusões e aquisições é cada vez mais relevante no seio empresarial, prova disso é o valor transacionado cada vez mais elevado, Portugal em 2020 transacionou 18 mil milhões de euros, mais 5% face ao período homólogo, e o mercado europeu totalizou um valor superior a 140 mil milhões de euros onde a Covid-19 apenas fez abrandar o segundo e terceiro trimestre. Devido ao aumento desta prática, vários autores consideraram importante o estudo do tema com o intuito de analisar as vantagens destas transações, e de apurar as razões para a existência de divergentes resultados, ou seja, perceber a causa para o sucesso e insucesso destas fusões e aquisições com a criação de sinergias. Estes estudos apontam aspetos referenciados ao longo do presente trabalho, mas também permitiram concluir que não é a melhor prática a aplicação de uma metodologia única como sendo a ideal, mas que deve ser usada mais que uma de modo a um melhor entendimento da situação económico-financeira das entidades envolvidas, e ainda ter em consideração uma certa dose de subjetividade na definição do valor de uma empresa, considerando a premissa de que alguns modelos se baseiam em resultados obtidos do comportamento do mercado.

A presente dissertação tinha como objetivo principal o estudo do impacto económico-financeiro da aquisição da empresa Obelisco, S.A. pela holding Desafios SGPS, S.A., analisar se ocorreram sinergias no período pós fusão tendo para isso sido usada a metodologia do *Discounted Cash Flows*.

Devido à forte presença da Desafios SGPS S.A. na atividade económica com diversos processos de fusões e aquisições, verificou-se ser complicado isolar o efeito aquisição Obelisco S.A, acabando por se concluir que a Desafios SGPS S.A não apresenta as características necessárias para a aplicabilidade desta metodologia de avaliação, e como consequência optar-se por analisar apenas a Obelisco S.A. com recurso à projeção e a valores históricos. Por este motivo não foi possível encontrar o valor das sinergias proposto no início deste trabalho, sendo mesmo uma das limitações encontradas. Outra limitação identificada no decorrer deste estudo foi a falta de informação disponível das entidades envolvidas.

No que concerne à comparação com os estudos de caso referidos na revisão de literatura, foi verificado que a metodologia aplicada é a metodologia mais recorrente em estudos de caso, no entanto, foi possível detetar a aplicação de outro método por Calegario, Carvalho

e Santos (2018) com recurso ao modelo de regressão logística. Em consonância com D'Orey (2014) também o presente estudo concluiu que parte das empresas/*holding* não apresentavam as características necessárias para a aplicação do modelo impedindo obter as conclusões inicialmente esperadas. De referir ainda que as principais motivações e determinantes apresentados para a aquisição da Obelisco S.A. estão em consonância com a literatura existente.

Por fim, considerando que a estratégia da Desafios SGPS S.A. é de foco nas suas áreas chave nos próximos anos, seria interessante em futuros estudos confirmar se a Obelisco S.A. ainda faz parte do portfólio de empresas, e no caso de não fazer analisar o valor gerado pela equipa de gestão e o valor realizado pelos acionistas percebendo se esta aquisição foi economicamente benéfica para a holding e em que proporções.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

---

- Abrantes, M. L. (2016). *The case of Pepsico and Whitewave*. Dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of MSc in Business Administration, Católica - Lisbon School of Business & Economics, Lisboa.
- Araújo, L. M., Silva, R. M., Silva, E. S., Pereira, A., & Vaz, Â. (2017). Fusões e Aquisições no Contexto da Globalização. *Revista de Gestão*, 1-25. Obtido de <http://hdl.handle.net/10400.22/11401>
- Assunção, M. A. (2016). *Fusões e Aquisições no Contexto de Reestruturação do Grupo*. Dissertação de Mestrado para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, Instituto de Contabilidade e Administração do Porto, Porto.
- Banco de Portugal. (maio de 2021). Obtido de <https://www.bportugal.pt/page/central-de-balancos>
- Berger, R. (2020). Understanding The PEG Ratio. *Forbes*. Obtido de <https://www.forbes.com/advisor/investing/peg-ratio/>
- Bianconi, M., & Tan, C. M. (2019). Evaluating the instantaneous and medium-run impact of mergers and acquisitions on firm values. *International Review of Economics & Finance*, 59, 71-87. doi:10.1016/j.iref.2018.08.005
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª ed.). Madrid: McGraw-Hill.
- Calegario, C. L., Carvalho, F. d., & Santos, T. A. (2018). Fusões e Aquisições na indústria Manufatureira: Uma análise econométrica das companhias de capital aberto. *Revista de Ciências da Administração*, 20, 112-119. doi: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2018.V20n51p102>
- Correia, S. (Dezembro de 2014). Obtido de Revista Portuguesa de Contabilidade: <https://rpc.informador.pt/artigos/%20E199.0106/Qualodesempenhoeconomicofinanceirodaminhaempresa>

- Cox, J. C., Ross, S. A., & Rubinstein, M. (1979). Option pricing: A simplified approach. *Journal of Financial Economics*, 7(3), 229-263. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90015-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90015-1)
- Cox, R. (2006). Mergers and Acquisitions: A Review of the Literature. *Journal of Corporate Ownership and Control*, 3(3), 55-60.
- d'Orey, F. T. (2014). *Avaliação de Empresas- Estudo de Caso*. Relatório de Estágio para obtenção do grau de mestre em Finanças, Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3ª ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (maio de 2021). *Damodaran Online*. Obtido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Depamphilis, D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities - An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (10 ed.). Los Angeles, United States: Academic Press.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturação de Empresas*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Ferreira, D. (2018). *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas* (Vol. III). Lisboa: Rei dos Livros.
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (5ª ed.). John Wiley & Sons.
- Hýblová, E. (2014). Analysis of mergers in Czech agricultural companies. *10*, pp. 441-448. doi:10.17221/15/2014-agricecon
- Informa D&B*. (março de 2021). Obtido de <https://www.informadb.pt>
- Kishore, R. (2009). *Financial Management: Comprehensive Text Book with Case Studies* (7ª ed.). Taxmann Allied Services.
- Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance: an Indian. *Management Research News*, 145-157.

- Kummer, C., & Steger, U. (11 de 2007). Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure. *IMD Working Papers*.
- Leal, R. B., & Santos, D. F. (2017). Metodologias para Valoração de empresas Agroindustriais. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7, 340-361. doi:<https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i3>
- Manu, M. V., & VASILE, I. (2019). Challenging the status quo: Steel producer case study on the enterprise value for M&A. *Theoretical and Applied Economics*, XXVI, 99-114. doi:<https://doi.org/10.25019/mdke/7.2.05>
- Maquieira, C. P., & Vieito, J. P. (2013). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. (2ª ed.). Lisboa: Escolar Editora.
- Matos, P., & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições - Motivações, Efeitos e Política*. Lisboa: Principia.
- Mergermarket. (s.d.). Volume falls but value rises on portuguese M&A in 2020. Obtido de <https://www.mergermarket.com/info/portugal-trend-report>
- Muller, A. N., & Teló, A. R. (2003). Modelos de avaliação de empresas. *Revista da FAE*, 6(2), 97-112.
- Oliveira, J. S. (2012). *Conglomerados: criam ou destroem valor ?* Dissertação de Tese de Mestrado em Finanças, Faculdade de Economia do Porto, Porto.
- Pinto, S. T. (2016). *Determinantes e Efeitos das Fusões e Aquisições: o caso da fusão entre a Zon e a Optimus*. Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia, Faculdade de Economia do Porto, Porto.
- PORDATA- *Base de dados Portugal Contemporâneo*. (fevereiro de 2021). Obtido de <https://www.pordata.pt/Portugal/Taxas+de+rendibilidade+de+obriga%C3%A7%C3%B5es+do+tesouro-2803>
- Prado, M. F., Teixeira, B. R., & Ribeiro, K. C. (2011). Estudo de caso de empresa familiar: Um comparativo dos métodos de valuation. *Revista de Administração da UNIMEP*, 9(2), 47-67. doi:10.15600/1679-5350/rau.v9n2p47-67

- Reis, P. M. (2014). *O valor terminal ou de continuidade, na avaliação de empresas*. Tese de Doutoramento em Gestão de Empresas – Especialização em Finanças, Faculdade de Economia, Universidade Coimbra, Coimbra.
- Silva, J. F. (2017). *Avaliação financeira da The Navigator Company, S.A.* Projeto para obtenção do grau de Mestre em Finanças, ISCTE Business School, Lisboa.
- Silva, P. M. (2019). *Efeitos das Aquisições no Mercado Ibérico: Análise Financeira às Empresas*. Dissertação para obtenção de Mestrado em Economia e Administração de Empresas, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto.
- Spanevello, R. M., Boscardin, M., Ropke, E. R., Brizola, P. F., Fagundes, C. C., Lago, A., & Andreatta, T. (2020). Cooperativas agropecuárias e a diversificação de negócios. (CDRR, Ed.) *Research, Society and Development journal*, 9(10).
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *Seminar Paper*.
- Subramanyam, P., & Kumar, M. K. (2020). Performance Evaluation and Shareholders Value Maximisation Through CFROI and EVA: An Empirical Study. *International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management*, 9(1), 42-45.